

AperTO - Archivio Istituzionale Open Access dell'Università di Torino

**La ristrutturazione del debito sovrano greco allo scrutinio della Corte europea dei diritti umani: nessuna tutela per i piccoli investitori**

**This is the author's manuscript**

*Original Citation:*

*Availability:*

This version is available <http://hdl.handle.net/2318/1637193> since 2017-05-22T12:53:29Z

*Published version:*

DOI:10.12829/86215

*Terms of use:*

Open Access

Anyone can freely access the full text of works made available as "Open Access". Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. Use of all other works requires consent of the right holder (author or publisher) if not exempted from copyright protection by the applicable law.

(Article begins on next page)

## Titolo Sezione

### La ristrutturazione del debito sovrano greco allo scrutinio della Corte europea dei diritti umani: nessuna tutela per i piccoli investitori

*Sommario:* 1. Introduzione. – 2. La ristrutturazione del debito greco. – 3. Inammissibilità di alcuni ricorsi. – 4. La qualificazione della violazione lamentata quale ingerenza nel rispetto dei beni. – 5. La valutazione della legittimità dell'ingerenza. – 6. Parità di trattamento dei *bondholders* e divieto di discriminazione: nessuna tutela per i piccoli investitori.

1. In data 21 luglio 2016, con la sentenza *Mamatas et al. c. Grecia*, la Corte europea dei diritti umani (prima sezione) si è pronunciata sui ricorsi presentati da migliaia di detentori di obbligazioni sovrane greche (d'ora in poi *bondholders*). I ricorrenti sostenevano che la ristrutturazione del debito sovrano effettuata dal Governo greco nel marzo 2012 avesse comportato una violazione del loro diritto di proprietà (art. 1 del Primo Protocollo addizionale CEDU), sia singolarmente sia in combinato disposto con la violazione del divieto di discriminazione (art. 14 CEDU). La Corte ha ritenuto non sussistere le violazioni contestate, osservando che in situazioni di grave crisi economica e finanziaria il margine di apprezzamento lasciato allo Stato debba necessariamente essere ampio e sottolineando che in tali ipotesi la salvaguardia della stabilità finanziaria assume assoluta preminenza. Alcune osservazioni sulle argomentazioni della Corte – che solo in parte sono qui condivise – si rendono necessarie. Esse saranno precedute da una breve sintesi sui fatti di causa.



Corte europea dei diritti umani,  
*Mamatas et al c. Grecia*, ricorsi riuniti n.  
63066/14, 64297/14 e 66106/14, sen-  
tenza del 21 luglio 2016  
([www.echr.coe.int](http://www.echr.coe.int))

2. In primo luogo, occorre ricordare che la ristrutturazione del debito obbligazionario greco del marzo 2012 (c.d. *Private Sector Involvement deal* – PSI) è stata resa possibile dall'adozione di una legge (c.d. *Bondholders Act* - Law 4050/2012 *Rules of Amendment of Titles Issued or Guaranteed by the Hellenic Republic with the Bondholders Agreement*, in *Gazzetta ufficiale della Repubblica ellenica* A36 del 23 febbraio 2012) che introduceva retroattivamente ed *ope legis* clausole di azione collettiva (CAC) in tutti i titoli di Stato regolati dalla legge nazionale greca ed emessi prima del 31 dicembre 2011.

Le CAC – clausole ampiamente diffuse nei regolamenti di emissione di titoli sovrani la cui legge regolatrice è quella inglese o americana, ma assenti nei prospetti contrattuali dei titoli di Stato greci – consentono a una maggioranza qualificata di investitori in una determinata emissione obbligazionaria sovrana di accettare le modifiche dei termini di pagamento del titolo proposte dallo Stato emittente, con effetto vincolante per tutti i detentori dei titoli della stessa serie. In mancanza di CAC, le modifiche dei termini contrattuali delle singole emissioni obbligazionarie sovrane sono possibili soltanto se accettate all'unanimità dei loro sottoscrittori. L'introduzione di CAC rende quindi possibile allo Stato emittente di effettuare una ristrutturazione ordinata del proprio debito obbligazionario. Ai sensi del *Bondholders Act*, le CAC sarebbero state attivate se fosse stato raggiunto il *quorum* prestabilito (*i.e.* la partecipazione al voto di *bondholders* che detenessero il 50% del valore nominale aggregato dei titoli oggetto dell'offerta) e qualora si fossero

espressi favorevolmente sulle modifiche proposte i possessori di almeno i due terzi dell'ammontare nominale aggregato di detti titoli.

L'8 marzo 2012, risultando largamente soddisfatti questi requisiti, il Governo greco dichiarava chiusa con successo l'offerta di scambio che era stata lanciata, pochissimi giorni prima, il 24 febbraio 2012. L'offerta di scambio, 'volontariamente' accettata da una maggioranza qualificata di sottoscrittori, veniva così imposta 'forzosamente' anche a coloro che avevano espressamente manifestato la volontà di non prendervi parte (detentori di *bonds* del valore di circa 25 miliardi di euro). Dell'ampia maggioranza raggiunta faceva parte anche un gruppo di creditori istituzionali privati che aveva già espresso consenso al PSI nel corso di negoziati segreti condotti a partire dal 2011 con le istituzioni finanziarie internazionali sotto l'egida dell'*Institute of International Finance*. Detto gruppo di banche, fondi ed assicurazioni deteneva però solo il 30-40% dei titoli di Stato greci, una posizione complessivamente insufficiente a determinare l'esito positivo del PSI (sul punto J. Zettelmeyer, C. Trebesch, M. Gulati, "The Greek Debt Restructuring. An Autopsy", in *PIIE Working Paper Series*, WP 13/8, agosto 2013, p. 9).

Complessivamente, la ristrutturazione aveva riguardato titoli di Stato per un valore nominale di circa 200 miliardi di euro ed aveva portato ad una diminuzione del valore nominale del debito di circa 107 miliardi di euro. Si è trattato senza dubbio di una riduzione importante, considerato che a dicembre 2011 il debito pubblico greco ammontava a circa 355 miliardi di euro, una somma all'epoca equivalente al 165% del PIL (dati tratti da *Hellenic Statistical Authority*, "The Greek Economy", 28 dicembre 2012, p. 31, disponibile su [www.statistics.gr](http://www.statistics.gr)). Tuttavia, si deve ricordare che FMI ed Unione europea si erano impegnati a fornire alla Grecia, una volta conclusa l'operazione di ristrutturazione, un ulteriore pacchetto di aiuti finanziari (oltre a quelli erogati a maggio 2010): di fatto, all'indebitamento sovrano verso i *bondholders* veniva a sostituirsi un indebitamento verso le istituzioni finanziarie internazionali, che a differenza dei primi godono dello *status* di creditori privilegiati. Il costo sostenuto dagli investitori privati è stato senz'altro elevato. L'accettazione dell'offerta di scambio ha infatti comportato la sostituzione dei 'vecchi' titoli di Stato greci con nuovi titoli dal valore nominale estremamente ridotto rispetto ai precedenti (l'*haircut* subito dai possessori di *bonds* è stato del 53,5% del loro valore nominale) e con nuove scadenze tra il 2023 e il 2042. Una tale contrazione del valore dell'investimento effettuato, secondo alcuni ricorrenti, avrebbe inciso in maniera sproporzionata sui cosiddetti '*petits porteurs*', che avrebbero acquistato i *bonds* certi di effettuare un investimento sicuro e non a fini speculativi (a differenza ad esempio dei cosiddetti '*vulture funds*'). Tenuto conto della loro speranza di vita e situazione economica, la ristrutturazione greca avrebbe comportato sui piccoli investitori una compressione eccessiva del diritto di proprietà.

Ora, è certo che, nella realtà dei fatti, ogni ristrutturazione del debito sovrano comporti una ripartizione 'diseguale' del peso dello stesso sui diversi soggetti detentori di *bonds*. Basti pensare che i detentori di titoli di Stato sono soggetti che possono appartenere a categorie tra loro molto diverse: piccoli risparmiatori, investitori istituzionali, banche commerciali, fondi pensione, *hedge funds*, *vulture funds* – sia nazionali che stranieri – ed anche organizzazioni internazionali, ciascuno con una diversa propensione al rischio e un diverso livello di preparazione finanziaria. Pur essendo l'universo dei *bondholders* composito e poco omogeneo, non esiste alcun meccanismo che differenzi tra gli stessi tutelando le posizioni più deboli ed introducendo una scala di valori similmente a quanto avviene nel diritto fallimentare. Anzi, il principio formale che viene adottato – e la cui importanza viene ribadita dalla Corte di Strasburgo nella sentenza in commento – è quello della parità dei creditori (*same paper, same treatment*). Sulle criticità che pone questo approccio si tornerà più avanti.

3. Passando ora ad analizzare la pronuncia della Corte, occorre preliminarmente osservare che essa trae origine da tre ricorsi riuniti presentati da 6320 detentori di titoli di Stato greci che avevano espressamente rifiutato di partecipare all'offerta di scambio. La decisione nel merito riguarda tuttavia soltanto i ricorsi di 180 *bondholders*. La Corte ha infatti ritenuto che i ricorrenti che non avevano impugnato innanzi al Consiglio di Stato greco il *Bondholders Act*, o gli atti ministeriali con cui era stato dato avvio all'offerta di scambio ed era poi stata chiusa la stessa, non avessero soddisfatto le condizioni previste dall'art. 35 CEDU, non avendo previamente esaurito i ricorsi interni.

La decisione preclude quindi la via del ricorso alla Corte europea dei diritti umani a tutti coloro che non hanno intentato azione davanti al Consiglio di Stato o non hanno ritenuto di proseguirla. In tal modo la Corte di Strasburgo ribadisce la giurisprudenza consolidata secondo cui il semplice fatto di nutrire dei dubbi quanto all'esito favorevole di una via di ricorso disponibile, che non sia a tutta evidenza votato all'insuccesso, non giustifica il suo mancato utilizzo. Si noti peraltro che prima che il Consiglio di Stato greco si pronunciasse in formazione plenaria (Consiglio di Stato greco, sentenze n. 1116 e 1117 del 21 marzo 2014 e n. 1506 e 1507 del 28 aprile 2014, su cui si vedano D. Tsibanoulis, I. Anagnostopoulos, "The Greek PSI and the litigation surrounding it", in *International review of financial services* 2014, n. 2, p. 18 ss. e G. Skiada, "The Greek Debt Restructuring Program and Buy-Back Schemes of 2012 under Judicial Review by the Supreme Administrative Court (Judgments 1116/2014 and 1117/2014) and the General Court of the European Union (Case T-79/13, Alessandro Accorinti and Others v. ECB)", in *European Politeia* 2016, n. 1, p. 54 ss.), la Corte di Strasburgo aveva rigettato numerosi ricorsi, sollevati da investitori italiani a partire dai medesimi fatti e depositati a fine 2012, con una serie di decisioni conformi adottate nella formazione del giudice unico per mancato previo esaurimento delle vie di giudizio interne.

4. Nel merito, la Corte ha qualificato il credito derivante dal possesso di un titolo di Stato come 'bene' protetto ai sensi della Convenzione.

Si ricordi che i beni giuridici tutelabili ai sensi dell'art. 1 del Primo Protocollo addizionale CEDU sono soltanto i beni 'attuali' e che il diritto di acquisire una data proprietà in futuro non trova protezione. I diritti di credito, pertanto, sono tutelabili soltanto quando certi, liquidi ed esigibili o comunque derivanti da decisioni giudiziarie o arbitrali definitive e costituenti titolo esecutivo. Inoltre, una legittima aspettativa di entrare in possesso di un valore patrimoniale può ricevere tutela solo se fondata in diritto ed in presenza di buona fede (per un inquadramento generale si veda A. R. Coban, *Protection of property rights within the European Convention on Human Rights*, Aldershot, 2004; L. Padelletti, "Protocollo n. 1 – Art. 1: Protezione della Proprietà", in *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo*, S. Bartole, P. De Sena, V. Zagrebelsky (a cura di), Padova, 2012, p. 791 ss.; B. Rainey, E. Wicks, and C. Ovey, *Jacobs, White & Ovey: The European Convention on Human Rights*, Oxford, 2014, p. 492 ss.; W. A. Schabas, *The European Convention on Human Rights: A Commentary*, Oxford, 2015, p. 958 ss.).

Già in passato la Corte aveva avuto modo di statuire che rientrasse nella nozione di bene protetto ai sensi dell'art. 1 del Primo Protocollo addizionale CEDU il credito derivante dal possesso di obbligazioni sovrane (vedi Corte europea dei diritti umani, *Lobanov c. Russia*, ricorso n. 15578/03, sentenza del 2 dicembre 2010 e *Andreyeva c. Russia*, ricorso n. 73659/10, sentenza del 10 aprile 2012, in relazione ad obbligazioni sovrane emesse dall'ex URSS e successivamente riconosciute dalla Russia; vedi anche Corte europea dei diritti umani, *Malysh et al. c. Russia*, ricorso n. 30280/03, sentenza dell'11 febbraio 2010). Secondo la Corte, la titolarità di tale credito dà origine ad una aspettativa legittima, fon-

data su di una base giuridica di diritto interno, di ottenere – «*en principe*» – dallo Stato emittente una somma equivalente al valore nominale dell'obbligazione alla sua scadenza (par. 90 e 91). Nessun rilievo assume sotto questo profilo il fatto che i *bonds* possano essere acquistati sul mercato secondario ad un prezzo inferiore al loro valore nominale. Per quanto riguarda la qualificazione della violazione lamentata, la Corte ha correttamente stabilito che la 'modifica contrattuale' dei *bonds* operata dal Governo greco tramite le CAC costituisca un'ingerenza nel pacifico godimento dei beni dei ricorrenti e non una privazione di fatto della loro proprietà. Secondo la Corte, chi opera quale investitore in titoli di Stato si assume consapevolmente il rischio della riduzione del loro valore reale per effetto degli andamenti di mercato e del *rating* sovrano (par. 94). Nel caso di specie, però, la compressione del bene tutelato è derivata tecnicamente dall'aver dovuto forzatamente accettare un *emendamento ai termini contrattuali* del titolo detenuto per effetto dell'operare delle CAC, subendo in tal modo una riduzione del valore nominale del titolo del 53.5%. Vi è tuttavia chi ha posto l'accento sul fatto che la ristrutturazione del debito greco avesse comportato l'*annullamento* dei vecchi titoli, annullamento che – benché seguito dall'emissione di nuove obbligazioni sovrane con diversi prospetti contrattuali, caratteristiche finanziarie e legge applicabile – avrebbe ben potuto configurare una privazione del bene (in questo senso F. Violi, "Mamatas et autres c. Grèce: il *Private Sector Involvement Agreement* allo scrutinio della Corte europea dei diritti dell'uomo", AIC Osservatorio costituzionale, 2016, n. 3, del 20 dicembre 2016; vedasi anche M. Frigo, "Le operazioni di ristrutturazione del debito obbligazionario alla luce delle norme CEDU in materia di diritto di proprietà", in *La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro*, G. Adinolfi, M. Vellano (a cura di), Torino, 2013, p. 135 ss.; P. Wautelet, "The Greek Debt Restructuring and Property Rights: A Greek Tragedy for Investors?", in *Liberæ Cogitationes Liber Amicorum Marc Bossuyt*, A. Alen, V. Joosten, V. Leysen, W. Verrijdt (eds), Antwerpen, 2013, 903 ss.). A parere degli autori sopra citati, a tale diverso inquadramento della fattispecie avrebbe dovuto seguire una valutazione più rigorosa dell'entità dell'indennizzo ricevuto dai ricorrenti.

A nostro avviso, l'inquadramento effettuato dalla Corte europea dei diritti dell'uomo è corretto. Sarebbe stato possibile riscontrare una espropriazione di fatto della proprietà dei ricorrenti soltanto in presenza di un *default* dello Stato debitore, che pur tuttavia non vi è stato. In ultima analisi, la ristrutturazione è stata resa necessaria proprio per evitare un mancato o ritardato pagamento degli oneri relativi al servizio del debito da parte della Grecia. Ciò ha certo comportato una notevole compressione del diritto di credito dei ricorrenti, ma senza arrivare ad azzerarlo.

5. Prima di procedere a valutare la legittimità dell'ingerenza statale nel godimento dei beni dei ricorrenti, la Corte effettua una premessa importante, richiamando la sua giurisprudenza più recente sulle misure di austerità introdotte da alcuni Stati per contrastare la grave situazione di crisi venutasi a creare a partire dal 2008. La Corte ha infatti voluto ricordare che, specialmente in un contesto di crisi, le autorità nazionali si trovano in linea di principio in una posizione migliore, rispetto ad un tribunale internazionale, per individuare le misure più appropriate a riequilibrare spese ed entrate del bilancio dello Stato, trattandosi di decisioni che richiedono delicate scelte politiche, economiche e sociali. In questi casi, il margine di apprezzamento riconosciuto allo Stato è particolarmente ampio e può essere esercitato fintanto che le scelte operate non si dimostrino 'manifestamente irragionevoli' (par. 88-89) (si noti che la giurisprudenza richiamata riguarda per lo più riforme del sistema pensionistico: in particolare, Corte europea dei diritti umani, *Koufaki e ADEDY c. Grecia*, ricorso n.

57665/12 et 57657/12, decisione del 7 maggio 2013; da *Conceição Mateus e Santos Januário c. Portogallo*, ricorso n. 62235/12 et 57725/12, decisione dell'8 ottobre 2013; da *Silva Carvalho Rico c. Portogallo*, ricorso n. 13341/14, decisione del 1° settembre 2015). L'enfasi sul margine di apprezzamento dello Stato è significativo, come anche l'importanza data all'obiettivo di preservarne la stabilità economico-finanziaria, che assurge a parametro rispetto al quale valutare la proporzionalità delle misure contestate.

L'analisi relativa al requisito di legalità è succinta: il *Bondholders Act* è considerato fornire una base giuridica sufficientemente accessibile, precisa, certa e prevedibile. La Corte inoltre non si sofferma sulla questione della prevedibilità dell'introduzione retroattiva delle CAC, di cui si limita a sottolineare la diffusione nella prassi dei mercati internazionali già prima dell'introduzione del *Bondholders Act*, né tiene in considerazione il fatto che i ricorrenti abbiano avuto pochissimo tempo per documentarsi e rispondere all'offerta pubblica di scambio. Solo in altra parte delle argomentazioni, la Corte fa riferimento alle pronunce del Consiglio di Stato greco che hanno ritenuto tutte le misure adottate nel grave contesto di crisi finanziaria pienamente legittime e proporzionate all'esigenza di evitare il fallimento dello Stato (sia permesso rinviare a A. Viterbo, "I meccanismi per la risoluzione delle crisi del debito sovrano: alla ricerca di un difficile bilanciamento tra interessi pubblici e privati", in questa *Rivista* 2014, p. 351 ss.). La Corte non trova inoltre nessuna difficoltà nel riscontrare che anche il requisito della pubblica utilità degli atti contestati è rispettato. Sul punto la Corte torna nuovamente a sottolineare l'importanza del pervenire al più presto a ristabilire la stabilità economico-finanziaria del paese, anche attraverso la ristrutturazione del debito sovrano, nell'interesse generale della comunità (par. 103).

Per quanto riguarda la proporzionalità dell'ingerenza rispetto all'interesse pubblico perseguito, è da notare come la Corte prenda a parametro non tanto il valore nominale che i *bonds* avrebbero raggiunto a scadenza (e cioè ad una data in cui, in assenza della ristrutturazione del debito, la Grecia si sarebbe presumibilmente trovata in *default*), quanto piuttosto il valore di mercato dei titoli alla data di adozione del *Bondholders Act* (febbraio 2012). A quella data il valore dei titoli era già molto basso per effetto della crisi che nel maggio 2010 aveva portato all'adozione del primo pacchetto di aiuti da parte delle istituzioni finanziarie (FMI ed Unione europea, la cd. Troika), e del conseguente declassamento del *rating* sovrano fino ad un livello di quasi 'spazzatura' (*junk bonds*): ad aprile 2010, l'agenzia Standard & Poor's aveva abbassato il *rating* delle obbligazioni sovrane greche dal livello BBB- a BB+; a luglio 2011, a seguito del primo annuncio del PSI, il *rating* era stato portato a CC; a fine febbraio 2012, a *selective default* (dati disponibili su [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)). A parere della Corte di Strasburgo, rispetto a tale parametro la perdita di valore del capitale investito risultante dallo scambio forzoso dei titoli, per quanto sostanziale, non può ritenersi sproporzionato ed eccessivo (a differenza di quanto riscontrato nei casi *Broniowski c. Polonia* [GC], ricorso n. 31443/96, sentenza del 22 giugno 2004 e *N.K.M. c. Ungheria*, ricorso n. 66529/11, sentenza del 14 maggio 2013). Aggiunge inoltre la Corte – quasi cinicamente – che i ricorrenti dovevano avere consapevolezza degli effetti che avrebbe avuto il loro rifiuto di partecipare all'offerta di scambio e che avrebbero in ogni caso ben potuto rivendere le obbligazioni sul mercato secondario «jusqu'au dernier délai» (par. 114), senza tenere conto del fatto che all'epoca la liquidità degli stessi era fortemente limitata.

6. Le doglianze relative alla violazione dell'art. 1 del Primo Protocollo addizionale CEDU in combinato disposto con l'art. 14 CEDU possono essere distinte in due gruppi. Da un lato, i ricorrenti lamentano di essere stati discriminati rispetto ad altre categorie di *bondholders*, ed in particolare rispetto alla BCE, alla BEI e alle banche centrali nazionali (che pur detenendo

*bonds* greci non avevano preso parte alla ristrutturazione), nonché rispetto ai grandi investitori istituzionali (che, a differenza dei ricorrenti, avevano partecipato ai negoziati svoltisi con la Troika nell'ambito dell'*Institute of International Finance*). Dall'altro lato, i ricorrenti ritengono che la loro posizione di piccoli investitori fosse meritevole di venire differenziata – e quindi maggiormente tutelata – rispetto a quella degli investitori professionali (banche commerciali, istituzioni finanziarie, ecc.) e di coloro che avevano agito con puro intento speculativo (*vulture funds*). In entrambi i casi, la Corte ritiene le doglianze infondate.

La questione del trattamento degli investitori sovranazionali è stata altrove affrontata (A. Viterbo, "Supranational Creditors: A Threat to the Equal Status of Bondholders?", in *Capital Markets Law Journal* 2015, p. 193 ss.) ed ivi sia permesso rinviare per un'analisi delle motivazioni a favore della loro esclusione da ristrutturazioni del debito sovrano in ragione degli obiettivi di interesse pubblico da essi perseguiti. Negli stessi termini, si è da ultimo espresso anche il Tribunale dell'Unione europea, affermando che procedendo all'acquisto di titoli di Stato greci, la BCE e le banche centrali nazionali avevano agito nell'esercizio dei loro compiti fondamentali, con l'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi e della corretta gestione della politica monetaria e che l'eventuale partecipazione di tali banche alla ristrutturazione avrebbe rischiato di pregiudicare la stabilità finanziaria dell'Eurosistema nel suo insieme (si veda Tribunale dell'Unione europea, *Alessandro Accorinti et al. c. Banca centrale europea*, causa T-79/13, sentenza del 7 ottobre 2015, par. 88, 91, 93 e ss., nonché Tribunale dell'Unione europea, *Nausicaa c. Banca centrale europea*, causa T-749/15, sentenza del 24 gennaio 2017, par. 108 e ss.).

Per quanto riguarda il trattamento accordato ai piccoli investitori, si concorda con la caratterizzazione operata dalla Corte europea dei diritti dell'uomo dei detentori di obbligazioni sovrane come 'investitori' (siano essi *petits porteurs* o *grands créanciers*), che come tali assumono dei rischi che ben li differenziano dai titolari di depositi bancari (i cui risparmi nell'ambito dell'Unione europea sono protetti fino ad un ammontare di 100000 euro). Si ritiene, peraltro, che fosse tecnicamente possibile – e legittimo ai sensi della Convenzione europea – accordare, a precise condizioni, una tutela ai piccoli investitori che avevano acquistato *bonds* a fini non speculativi, quando il *default* dello Stato non era ancora prevedibile ed imminente, investendo una parte sostanziale dei loro risparmi individuali. Ci è dato sapere che una proposta in questa direzione era stata avanzata dal governo greco nel corso dei negoziati con la Troika. Si trattava di offrire a coloro che avevano investito un certo ammontare in *bonds* greci (ad esempio fino a 100000 euro) un rimborso fiscale (*tax refund*) pari all'*haircut* subito. La misura sarebbe stata applicata stabilendo una precisa *cut off date* ed avrebbe avuto anche l'effetto di incentivare i soggetti beneficiari a dichiarare i propri redditi. Le istituzioni finanziarie internazionali hanno però opposto un netto rifiuto a tale proposta. Le ragioni addotte erano molteplici: il meccanismo compensativo individuato avrebbe inciso negativamente sull'operazione di ristrutturazione, riducendone l'efficacia; avrebbe avuto l'effetto di ridurre gli introiti fiscali derivanti dalla tassazione; ed infine avrebbe potuto dare adito a controversie in quanto in violazione del principio di parità di trattamento dei creditori.

Ci si può chiedere tuttavia se la misura proposta, qualora adottata e poi impugnata, avrebbe superato il vaglio della Corte di Strasburgo. Un'attenta lettura della sentenza *Mamatas* sembra non lasciare alcuno spazio ad una risposta positiva. Sul punto, ci sembra che la Corte si sia spinta troppo oltre, ritenendo il principio di parità di trattamento dei *bondholders* un pilastro inossidabile che non prevede alcuna possibilità di eccezione, escludendo così ogni forma di tutela dei piccoli investitori. A tale principio invero si ispirano tutti i diversi meccanismi di ristrutturazione del debito sovrano (eccetto che per lo

*status* di creditore privilegiato garantito a FMI, Banca Mondiale e banche regionali di sviluppo), anche quando il debito è contratto nella forma di titoli di Stato. Come già detto, in questo caso generalmente non si adotta alcuna scala di priorità tra le diverse categorie di *bondholders*, che sono posti tutti sullo stesso piano (*on equal footing*). Già il Consiglio di Stato greco nelle sentenze sopra citate aveva sancito che «le principe constitutionnel de l'égalité n'imposait pas à l'État de réserver un traitement favorable à certains de ses créanciers, personnes physiques, en fonction de leur situation personnelle (espérance de vie et situation économique), qui percevaient leur propre comportement comme étant celui d'un épargnant et non celui d'un investisseur. En revanche, ce principe imposait une action «sur une base égalitaire» de sorte que, en cas d'impossibilité de satisfaire l'ensemble des créanciers, chaque créancier puisse être satisfait au prorata de sa créance» (par. 133).

La Corte europea dei diritti umani concorda con il Consiglio di Stato greco sul fatto che dal principio di uguaglianza non derivi alcun obbligo positivo sullo Stato di riconoscere un trattamento preferenziale ad alcuni soltanto dei suoi creditori sulla base della loro situazione personale. Essa procede poi ad elencare una serie di 'motivi oggettivi e ragionevoli' per giustificare tale parità di trattamento: la difficoltà oggettiva di identificare con certezza i vari detentori di titoli di Stato e stabilire criteri atti a distinguerli tra loro, il rischio di fallimento dell'intera operazione, nonché l'urgenza di portare a termine l'operazione. In questo modo, purtroppo, la Corte esclude – aprioristicamente – qualsiasi forma di tutela che in futuro si volesse dare, in situazioni simili, alla categoria dei piccoli investitori.

**Annamaria Viterbo\***

**ABSTRACT. Focusing on the Safeguard of the Financial Stability of the Debtor State and on the Equal Treatment of Bondholders, the ECHR Affords no Protection to Small Bondholders**

The judgment delivered by the ECHR in the case *Mamatras et al v. Greece* is of the utmost significance for future sovereign debt restructurings. The Court focuses on the wide margin of appreciation left to the debtor State to counter the crisis and safeguard its financial stability, finding no violations of the right to property, taken alone or in conjunction with the prohibition of discrimination. Relying on the principle of the equal treatment of bondholders, the Court dismisses any mechanism to afford special protection to small investors.

*Keywords:* sovereign debt; Greece; sovereign bonds; property rights; financial stability; equal treatment.

\* Professore associato di Diritto internazionale, Collegio Carlo Alberto Law Affiliate, Università degli Studi di Torino, Via Real Collegio, 30 – 10024 Moncalieri (Torino), [anna.viterbo@unito.it](mailto:anna.viterbo@unito.it)